



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

Michal Skořepa, analytik, mskorepa@csas.cz

Dnešní kalendář

Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
11:00	EMU	Podnikat. klima, 5/20		-1,81
11:00	EMU	Ekon. nálada, 5/20	70,3	67,0
11:00	EMU	Nálada v průměru, 5/20	-27,0	-30,4
11:00	EMU	Nálada ve službách, 5/20	-28,6	-35,0
	POL	NBP zák. úrok. sazba (%)	0,50	0,50

Zdroj: Refinitiv Eikon.

Návrh EK na pomoc zemím postiženým koronakrizí

Evropská komise pod vzletným názvem „[Next Generation EU](#)“ [navrhla](#), že poskytne členským zemím Evropské unie 750 miliard eur (necelých 6 % HDP EU). Dvě třetiny by měly mít podobu daru, třetina by měla být v úvěrech.

Komise samozřejmě zdaleka tolik peněz na účtech nemá. Navrhuje, že si potřebnou částku půjčí cestou vydání dluhopisů, které bude následně splácet ze svých budoucích rozpočtů mezi roky 2028 a 2058. V zájmu finanční proveditelnosti tohoto plánu chce Komise zvýšit limit na objem svých ročních příjmů (z nynějších 1,2 % na 2 % HNI EU) a zvýšit své příjmy skrze nové typy (ekologických a digitálních) daní. Zmínky o navýšení příjmů Komise, ať už takto skrze nové přímo Komisí pobírané daně nebo skrze platby z rozpočtů členských zemí EU, jsou ovšem pro řadu členů EU jako mávání červeným hadrem před jejich očima.

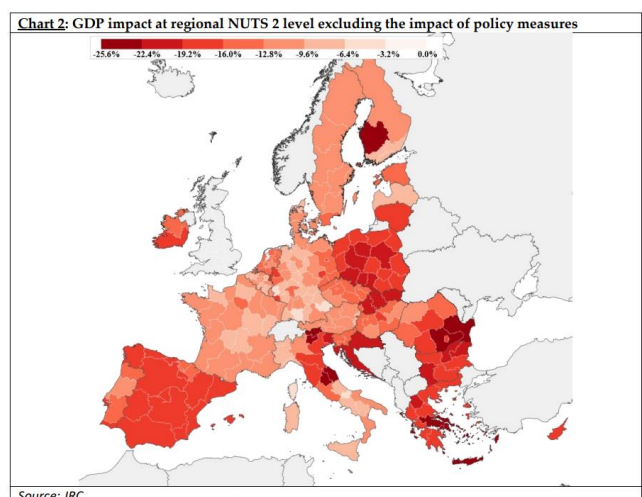
Plán dojde realizace jen v případě, že jej podpoří všech 27 zemí Unie. Nyní lze očekávat boj „spořivých“ zemí (v čele s Nizozemci) za to, aby v něm byly spíše úvěry než dary; Itálie a Španělsko coby dvě země považované za nejpostiženější už se vyjádřily v tom smyslu, že jim Komisi navržené zastoupení darů a úvěrů vyhovuje.

Bez ohledu na formu pomoci (úvěry versus dary) půjde každopádně o vznik „mutualizovaných“, tj. společných dluhů: pokud třeba za 10 let některý stát prohlásí, že v důsledku špatné domácí ekonomické situace není schopen nadále platit do rozpočtu EU to, co by měl, budou muset jiné státy své platby navýšit, aby měla EK na splátku dluhopisů (nebo bude nutno o chybějící částku snížit jiné platby z rozpočtu EK).

Vzhledem k tomu, že plán je zaměřen na investice, bych i já vnímal jako rozumnější směřovat peníze především do úvěrů. Vůbec ne proto, že mnohé ze států, které jsou považovány za hodně postižené, mají zároveň pověst „rozmařilých“, a tudíž si podle kritiků žádné dary nezaslouží: stupeň postižení, který chceme solidaritou zmírnit, přece nijak nesouvisí s rozmařilostí.

Spíš jde o to, že rozumné investice by si měly „na sebe“ vydělat, tj. přinést dostatečné výnosy na úhradu splátek úvěrů použitých na realizaci těchto investic. Viděno z jiného úhlu (který je pro mnohé v Česku nepohodlný): logika nyní navrhovaných darů pro země hodně postižené pandemií je stejná jako logika darů, které skrze různé „evropské fondy“ už léta proudí do Česka a dalších zemí hodně postižených děním před rokem 1989; i tyto peníze, pokud šly do investic, měly mít spíše formu půjček (a možná by se s nimi hospodařilo lépe). Forma darů se hodí spíše na okamžitou solidární pomoc s nezbytnými „provozní“ (neinvestičními) výdaji, jako jsou třeba náhrady mezd v rámci kurzarbeitu.

Pro úplnost: několik úvah na téma „pomoci nebo nepomoci a v jaké podobě“ jsem nadhodil v následujícím textu, který vyšel v úterý v Lidových novinách. Text uvádím v mírně rozšířené verzi, kterou lze nalézt na mém blogu [zde](#), přičemž pod textem na blogu je jako obvykle „výživná“ debata převážně anonymních čtenářů, která ale tentokrát trochu nezvykle pojmenovala správně některé sporné otázky – například jak se má měřit postiženost dané země koronakrizí. Zrovna o kvantifikaci postiženosti se ale [jedna z analytických materiálů EK](#) pokouší v níže uvedeném grafu.



Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Tvůrcem dokumentu je Česká spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00

1

28.5.2020

For the exclusive use of Helena KARABCOVA (Erste Group)

Covid a síla eurožaludků

„V posledních týdnech znějí čím dál hlasitěji nápady, jak by Evropská unie měla pomoci svým členům nejvíc postiženým pandemií. Nizozemí a některé další tzv. spořivé unijní členské země ale rychle vyjádřily silné pochyby.

Je dobrý nápad dávat peníze zemím, které mají nebo brzy budou mít problém si normálně půjčit, protože v minulosti žily nad svoje možnosti, takže už teď jsou zadlužené až po uši? Tato „holandská“ otázka má dvě roviny.

V první rovině je rozhodnutí, zda vůbec pomáhat. Obecně se zdá být správné pomáhat tomu, kdo se na daný šok nemohl nijak rozumně připravit a dopad šoku nemohl nijak rozumně snížit. Rádi pomůžeme sousedovi, který přišel o dům kvůli naprosto nečekanému přívalovému dešti. Budeme ale váhat, pokud dům stál hazardérsky v záplavovém území nebo pokud soused po zprávě o blížící se záplavě nejprve v klidu dopil v hospodě pivo.

Jakého typu je aktuální problém koronavirem nejpostiženějších zemí EU? Český premiér Babiš má jasno: naše lepší výsledky jsou dány naším lepším přístupem (a tudíž nic nedáme). Dá se tento postoj opřít o věrohodná data?

Podle některých pozorovatelů se proti-pandemická opatření údajně dodržovala v Česku poněkud ukázněněji než leckde jinde. Skutečně prokazatelné jsou ale jen údaje o rychlosti a tvrdosti vládami vyhlášených opatření. Jenomže konkrétně Itálie (která je dnes asi hlavním kandidátem na finanční pomoc) čelila v rámci Evropy nákaze jako první, takže neměla čas se poučit od jiných a postup si rozmyslet.

A hlavně: ohledně správného načasování a radikálnosti všelijakých zákazů a příkazů nadále existuje obrovská nejistota. Například uzavření škol přišlo v Itálii 5. března, u nás o šest dní později. Kolem 5. března v Itálii přibývalo denně nemocných zhruba desetkrát víc (na počet obyvatel) než 11. března v Česku; takže z hlediska šíření nákazy vlastně Česko zavřelo školy relativně mnohem dřív. Zavřením škol byly ovšem k pobytu doma s dětmi odsouzeny stovky tisíc zaměstnanců, čímž byla poškozena ekonomická aktivita. Který termín uzavření škol byl tedy celkově rozumnější? Nevíme. A možná ani nikdy vědět nebudeme.

V situaci, kdy netušíme (a to dokonce ani ze zpětného pohledu!), zda soused škodě bránil dostatečně rozumně, asi bude lepší to neřešit a svou pomoc mu nabídnout. Byť jen proto, že příště bychom pomoc mohli potřebovat naopak my. (Nejpostiženější země naštěstí nejsou o mnoho bohatší než Česko, takže nám odpadá trápení, jestli chceme pomáhat sousedovi, který je na tom finančně výrazně lépe než my.)

Pokud se shodneme, že pomoc poskytnout chceme, posouváme se tím do druhé roviny zmíněné „holandské“ otázky. Zde se otevírají dvě další nejasnosti: jak velká má pomoc být a jakou má mít formu.

Principiálně by mělo jít maximálně o částku, která účelně vynaložené náklady na řešení pandemie v hodně postižených zemích sníží do blízkosti úrovně, kterou mají tyto náklady – včetně poskytnuté pomoci – v zemích málo postižených (dodejme, že prozatím zmiňované stovky miliard eur pomoci jsou nejspíš zřetelně pod tímto maximem). Pomoc by se však rozhodně měla týkat pouze nákladů spjatých s daným šokem; určitě by neměla příjemcům pomáhat s jejich dluhy nahromaděnými v klidných dobách.

Pokud by pomoc kryla pouze náklady korona-šoku, asi dává smysl, aby měla podobu nevratného daru. (Pokud bychom se báli neúčelného plýtvání s poskytnutou pomocí, lze to řešit průběžným dohledem, jakkoli budou takové výdajové kontroly pro příjemce hodně hořkými pilulkami - viz zahanbuující návštěvy věřitelské "Trojky" v Řecku. Nebo lze z části daru udělat úvěr coby národní „pojistnou spoluúčasť“.) Naproti tomu pomoc formou čistě jen úvěru by znamenala, že necháme dané země si jejich mimořádně hluboký šok přece jen finančně prožít až do dna, byť rozložené v čase.

Pokud by ale pomoc měla jít na investice podporující dlouhodobější růst ekonomiky, pak není důvod, proč by pomoc neměla mít podobu úvěru: každý dobrý hospodář ví, že rozumně rozmyšlená a realizovaná investice vydělá na splátky dluhu, a ještě zůstane trochu zisku (pro který se ta investice dělá). Jen není jasné, proč pro takové úvěry nezvolit tradiční cestu skrze například Evropskou investiční banku, která na rozvojové investice tohoto typu půjčuje už desítky let.

A přichází poslední otázník. Pokud formálním poskytovatelem pomoci bude Evropská komise, bude si na to nejspíš muset půjčit. Kdo bude za tyto nové dluhopisy ručit? Samozřejmě členské státy EU. Nepůjde vůbec o novinku (jak se obvykle tvrdí): podobné společné unijní dluhopisy vznikaly už po ropné krizi v 70. letech 20. století. Tehdy všechny země své závazky do puntíku dodržely. Étos evropského bratrství ovšem od té doby nejspíš zeslábl, a tak rozpočtově ukázněnější státy tentokrát jistě budou zoufale hledat smluvní záruky, aby jednoho dne nemusely platit závazky za ty rozmařilejší.

Všechny výše uvedené úvahy jsou ovšem spíš jen šedou teorií. Nebylo by žádným překvapením, pokud by v zemích nejvíc postižených před pár lety imigrací a teď pandemií začal narůstat odpor k členství v Evropské unii (a tedy i v eurozóně). Dopady případného trháni třeba takové Itálie od eura by byly pro celou eurozónu natolik devastující, že i ty nejspornější státy – a také Česko – nakonec budou muset mít žaludek dost silný na to, aby nějakou formu pomoci poskytl.



Moje žena mně sdělila, že sex je lepší na dovolené. Jenom mě mrzí, že mně to napsala na pohlednici.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategich, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

3m SAZBY	-1M	-1W	spot	ČS	+1M forward	rozdíl (bb)	ČS	+6M forward	rozdíl (bb)
USA	0,76%	0,36%	0,36%	1,31%	0,29%	102	1,11%	0,29%	82
EMU	-0,23%	-0,28%	-0,27%	-0,35%	-0,34%	-1	-0,36%	-0,41%	5
CZ	0,90%	0,34%	0,33%	0,94%	0,28%	66	0,91%	0,23%	68
HU	1,10%	1,00%	0,94%		0,86%			0,84%	
PL	0,69%	0,68%	0,48%		0,48%			0,32%	

FX	-1M	-1W	spot	ČS	+1M forward	rozdíl	ČS	+6M forward	rozdíl
USD	1,082	1,095	1,102	1,104	1,103	0%	1,126	1,107	2%
CZ	27,19	27,13	27,08	26,95	27,08	0%	26,61	27,15	-2%
HU	358,2	348,8	349,4		349,4			349,6	
PL	4,551	4,514	4,422		4,425			4,617	

FI SWAPY	-1M	-1W	2Y spot	+1M	+6M	-1M	-1W	10Y spot	+1M	+6M
USA	0,37%	0,27%	0,28%	0,46%	0,52%	0,64%	0,68%	0,68%	0,69%	0,83%
EMU	-0,28%	-0,28%	-0,27%	-0,32%	-0,34%	-0,06%	-0,12%	-0,10%	-0,03%	-0,04%
CZ	0,58%	0,36%	0,39%	0,62%	1,02%	0,91%	0,66%	0,70%	0,90%	1,34%
HU*	1,20%	0,89%	0,98%			1,75%	1,46%	1,64%		
PL	0,44%	0,54%	0,52%			0,86%	0,98%	0,96%		

FI SPREADY	10Y/2Y SWAP spread (bb)					10Y SWAP spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	27	41	40	23	31	70	80	78	72	87
EMU	22	16	18	28	30					
CZ	33	30	31	28	32	97	78	80	93	138
HU	55	57	66			181	158	173		
PL	42	45	44			92	110	105		

CZ SWAPY	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	0,28%	0,39%	0,43%	0,48%	0,51%	0,55%	0,59%	0,63%	0,67%	0,70%

Dluhopisy	10Y Bond					10Y Asset swap spread				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	0,61%	0,68%	0,69%			-2	0	1		
Německo	-0,48%	-0,50%	-0,41%	-0,43%	-0,44%	-42	-38	-31	-40	-40
CZ	1,21%	0,76%	0,75%	1,35%	1,61%	30	10	5	46	27

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategií a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: CR, makroekonomická prognóza CR a bankovní sektor CR, makroekonomická analýza	Jiří Polanský Michal Škořepa Nicole Gawlasová	+420/956 765 192 +420/956 765 172 +420/956 765 456	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz ngawlasova@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris CR Světové trhy, Stock Spirits	Petr Bártek Jan Safránek Marek Dongres	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz mdongres@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](#)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Rízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Snajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	Nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00

4

28.5.2020

For the exclusive use of Helena KARABCOVA (Erste Group)